

## Cambio della narrativa di breve termine

Nelle ultime settimane, i mercati hanno risentito delle aspettative di un aumento dell'inflazione, dei mutamenti dell'outlook delle banche centrali e del susseguirsi di notizie contrastanti, con pressioni rialziste sui rendimenti obbligazionari e pressioni ribassiste sugli attivi rischiosi nella parte iniziale del conflitto. Buona parte dei titoli azionari, compresi quelli negli Stati Uniti, in Europa e nei mercati emergenti, è ora ritornata ai livelli prebellici.

Gli sforzi per porre fine alla guerra e una fragile tregua hanno supportato gli attivi rischiosi, ma i guadagni sono stati ripetutamente frenati dalla mancanza di una risoluzione del conflitto e dalla prospettiva di tassi elevati per un periodo prolungato. **L'andamento dei mercati può essere sintetizzato nell'alternanza delle dinamiche narrative tra scenari di cessate il fuoco o assenza di accordo, fasi di risk-on/risk-off e preoccupazioni relative all'inflazione e alla crescita.** Per quanto riguarda le prospettive future, siamo dell'avviso che

- il rischio principale sia l'effetto **di trasferimento dell'inflazione complessiva a quella core** (che esclude le componenti più volatili, come alimentari ed energia). Le economie che già registrano un'inflazione elevata potrebbero subire un'interruzione nel processo di convergenza verso i target prefissati, mentre quelle che hanno già raggiunto l'obiettivo sono alle prese con il rischio non trascurabile di disancoraggio delle aspettative.
- **Le prospettive di crescita appaiono indebolite, ma non prefigurano una recessione**, a causa di uno shock economico diffuso e persistente, aggravato dal mantenimento dei prezzi energetici su livelli elevati. Lo slancio positivo dell'economia atteso nei primi mesi del 2026 ha lasciato spazio ad una crescita più fiacca a causa della pressione sui redditi reali e della perdita di fiducia delle imprese.
- Le prospettive della **finanza pubblica delle economie avanzate** risultavano già fragili prima della crisi attuale; pertanto, non prevediamo il ricorso a misure di stimolo generalizzate nelle principali aree geografiche, fra cui Stati Uniti, zona Euro e Regno Unito. Tali misure saranno invece mirate, con aiuti selettivi alle famiglie e ai settori strategici. Persino nei mercati emergenti i provvedimenti varieranno da paese a paese.



**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO

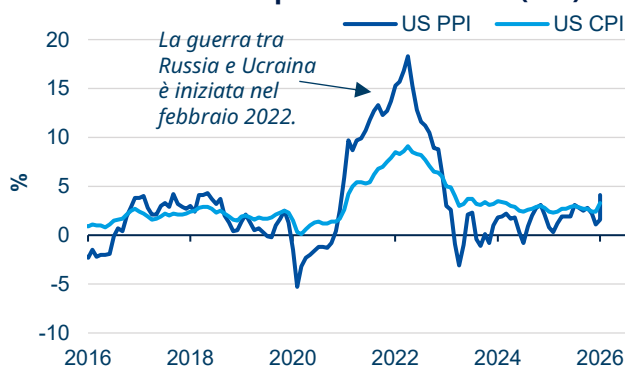


**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE



**PHILIPPE D'ORGEVAL**  
DEPUTY GROUP CIO

## Il 2026 non è il 2022, ma i prezzi più elevati dell'energia per un periodo prolungato potrebbero far salire di nuovo i prezzi al consumo (CPI) e alla produzione (PPI).



Fonte: Amundi Investment Institute, Bloomberg, al 20 aprile 2026. Gli ultimi dati relativi a marzo 2026, febbraio 2026 per l'indice PPI della zona Euro (EZ). USA: dati su IPV non disponibili a ottobre 2025.

**La sequenzialità degli eventi che avevamo ipotizzato riguardo a crescita economica, energia, logistica, trasporti marittimi, assicurazioni e fiducia degli investitori/consumatori ha trovato conferma.**

In primo luogo, l'impatto sulla crescita economica si manifesta con un certo ritardo ed è alimentato dall'indebolimento dei redditi reali, dalla pressione sui margini, dal calo della domanda e da una ridotta flessibilità delle politiche. In secondo luogo, stiamo osservando trend più visibili che evidenziano le asimmetrie regionali tra Europa, Stati Uniti e paesi emergenti. In terzo luogo, finora le banche centrali hanno portato avanti le politiche attese e manterranno un atteggiamento prudente e reattivo, senza azioni preventive.

#### **Rispetto a tale situazione cosa è cambiato rispetto al mese scorso?**

- Il nostro scenario di base di una crescita economica lenta non è mutato, la sua probabilità di realizzazione è diminuita a causa dell'aumento dei rischi di ribasso. A marzo prevedevamo ancora aggiustamenti mirati a livello macroeconomico tenendo conto dello shock energetico, con un impatto limitato sulla crescita economica e una risposta prudente in termini di politiche. Sottolineiamo ancora una volta che la persistenza dello shock energetico conterà di più dello shock iniziale.
- Riteniamo ormai che tale evento non debba essere considerato uno shock isolato o un "cigno nero", bensì una realtà persistente e di lungo periodo, destinata potenzialmente a evolvere in uno shock macro-finanziario di portata sistemica. A marzo tutti i riflettori erano puntati sullo stretto di Hormuz, sul transito del greggio e sulle conseguenze immediate dell'interruzione del traffico marittimo. Oggi, l'interpretazione di ciò che sta accadendo è più composita e tiene conto di scenari che potrebbero protrarsi nel tempo.
- L'asimmetria tra le politiche è diventata più evidente. Mentre il mese scorso prevedevamo che le autorità monetarie sarebbero rimaste caute prima di procedere a un aumento dei tassi e avrebbero potuto ignorare un piccolo temporaneo dell'inflazione, **riteniamo ora che le banche centrali manterranno una strategia di "opzionalità disciplinata"** mirante a tutelare la credibilità e a mantenere ancorate le aspettative di inflazione, monitorando con estrema attenzione gli effetti di secondo impatto e preservando una flessibilità sufficiente per reagire agli shock, evitando al contempo una stretta monetaria meccanica che potrebbe colpire un sistema già fragile. Ciò spiega perché per ora riteniamo che la Fed e la BCE manterranno una politica monetaria attendista e che rimanderanno i tagli ai tassi di interesse al 2027.

#### **Quali sono le variabili chiave che potrebbero indurci a modificare le nostre opinioni attuali?**

- Un periodo prolungato di interruzioni delle forniture di petrolio, gas e altre materie prime provenienti dal Golfo potrebbe causare effetti di secondo impatto nell'economia.
- Ciò significa che l'effetto di trasferimento della crisi all'energia, ai trasporti e ad altri settori dell'economia inciderà sui prezzi in generale. Nel caso in cui invece non sia possibile scaricare sui consumatori l'aumento dei prezzi, assisteremo a una compressione dei margini societari, e quindi ci dovremo modificare la nostra view. L'Europa è una regione che sarà particolarmente vulnerabile a questo shock.
- Qualsiasi svolta restrittiva nell'orientamento delle banche centrali assumerà un'importanza cruciale. Se la Fed o la BCE dovessero mostrare di nuove tendenze restrittive, noi cambieremo la nostra posizione sulla duration, in particolare per quanto riguarda il segmento breve della curva dei rendimenti. Avverrebbe poi una revisione delle stime degli utili per azione (EPS) quale conseguenza di una crisi più duratura.
- Attualmente la liquidità e la trasmissione del credito sostengono le quotazioni degli attivi rischiosi. La volatilità dei mercati azionari è bassa e non si registrano deflussi dal credito; inoltre, i fattori tecnici di mercato appaiono ragionevoli. Qualsiasi variazione in tal senso andrà a modificare le nostre opinioni.

*Le banche centrali si mostrano vigili, credibili e flessibili: restano ancorate all'obiettivo di inflazione, sono pronte a reagire agli shock, sono determinate a evitare reazioni eccessive o a correre il rischio di agire in ritardo.*

**MONICA DEFEND**  
HEAD OF AMUNDI  
INVESTMENT INSTITUTE

*Crediamo che questo è un contesto in cui la costruzione del portafoglio conta di più delle convinzioni direzionali e questo sottolinea l'importanza di essere selettivi.*

Questo è il momento di fare affidamento su convinzioni strategiche di lungo periodo e, qualora gli attivi rischiosi offrano l'opportunità, di esplorare le aree dove gli utili e i fondamentali sono robusti pur mantenendo alcune coperture.

- **Nell'obbligazionario** evitiamo posizioni direzionali sulla duration, preferendo focalizzarci sulle diverse curve dei rendimenti e su strategie di valore relativo. Il segmento breve della curva rimane sensibile a un eventuale riprezzamento in senso restrittivo, mentre l'indebolimento della crescita economica dovrebbe, nel tempo, contenere i rendimenti sul segmento lungo. Tale scenario richiede un approccio più articolato agli investimenti. **Riguardo alla duration ora siamo più positivi sul Regno Unito e neutrali sugli Stati Uniti.** Stiamo anche esplorando in modo selettivo le obbligazioni societarie e il debito dei mercati emergenti, sul quale siamo costruttivi, anche se da un punto di vista tattico abbiamo rivisto al ribasso il giudizio sulle obbligazioni indiane.
- **Per quanto riguarda l'azionario**, la ripresa osservata ad aprile è indicativa della view dei mercati su una rapida soluzione della crisi in Medio Oriente. Nonostante il mercato USA sia quello più forte, presenta anche la maggior concentrazione e, in alcuni casi, valutazioni elevate. Siamo quindi alla ricerca di valore in regioni come l'Europa, il Giappone e nei mercati emergenti come l'America Latina. Sebbene l'Europa possa apparire meno interessante come scommessa di puro beta, è invece più attrattiva per via della dispersione settoriale e di temi selettivi come la politica industriale, le infrastrutture e la difesa.
- Per quanto riguarda il **multi asset**, la crisi ci induce a mantenere un atteggiamento più sfumato nei confronti delle asset class e delle regioni. Puntiamo a bilanciare le opportunità di breve termine con le convinzioni di lungo termine, rimanendo leggermente positivi sul rischio e mantenendo un approccio diversificato. Siamo inoltre dell'idea che l'oro non sia solo un elemento di diversificazione rispetto ai rischi geopolitici, ma anche una copertura contro l'ambiguità delle politiche delle banche centrali.

## Sentiment complessivo sul rischio

Risk off

Risk on



Le condizioni della liquidità sono ancora ragionevoli, la propensione al rischio rimane favorevole e finora non abbiamo riscontrato segnali di capitolazione. Pertanto, rimaniamo leggermente positivi sugli attivi rischiosi.

### Variazioni rispetto al mese precedente

- **Obbligazioni:** abbiamo riportato la duration USA verso la neutralità e adottato un orientamento più favorevole nel Regno Unito, mentre ora siamo cauti sulla duration giapponese.
- **Multi-asset:** siamo positivi sulle azioni via esposizione agli Stati Uniti e all'America Latina; abbiamo poi rafforzato l'orientamento costruttivo verso i BTP: abbiamo infine effettuato alcuni aggiustamenti sulle valute inclusa una view meno costruttiva sulla corona norvegese vs Euro.
- **Mercati emergenti:** siamo selettivamente positivi sulle azioni dell'area e meno costruttivi sulle obbligazioni indiane.

*Il sentiment complessivo sul rischio è una visione qualitativa degli attivi rischiosi (credito, azioni, materie prime) espressa dalle diverse piattaforme d'investimento e condivisa nel corso della riunione più recente del comitato d'investimento globale. Il nostro posizionamento verrà modificato così da riflettere eventuali variazioni del contesto economico e di mercato.*

BCE= Banca centrale europea, MS = mercati sviluppati, ME = mercati emergenti, BC = Banche centrali, IG = Investment Grade, HY= High Yield, HC = Valuta forte, LC = valuta locale. Per altre definizioni, si veda l'ultima pagina di questo documento.

## MULTI- ASSET

## Atteggiamento attivo: sfruttare le dislocazioni dei mercati

Mentre la crisi continua a evolvere, seguiamo con attenzione i rischi derivanti dall'impatto dell'effetto di trasferimento dei costi più alti delle materie prime e delle interruzioni delle forniture sui margini societari o sui prezzi al consumo. Le aspettative d'inflazione a lungo termine non sono state riprezzate come nel 2022, indicando che lo shock riguarda più la crescita e i costi che non un mutamento strutturale del regime inflazionistico. A livello di mercati, ciò ci consente di mantenere un approccio attivo e tattico, soprattutto nelle aree in cui le valutazioni non sono migliorate e dove i fondamentali rimangono solidi. Abbiamo quindi incrementato tatticamente l'esposizione all'azionario. Vista la persistenza dei rischi geopolitici ed economici, è opportuno rafforzare le coperture e mantenere un approccio ben diversificato.

**Nell'azionario**, alla luce dell'estrema volatilità delle ultime settimane, abbiamo rivisto tatticamente al rialzo il posizionamento sull'S&P 500 e sull'America Latina. Questi mercati offrono un profilo rischio/rendimento più interessante, sono supportati da revisioni resilienti degli utili e, nel caso dell'America Latina, mostrano continui afflussi di capitali esteri. Inoltre, non dipendono dalle importazioni per soddisfare i loro fabbisogni energetici.

La **duration** continua a offrire valore, soprattutto per i Treasury USA a 5 anni e per i Bund tedeschi. Abbiamo poi rivisto al rialzo la view costruttiva sullo spread tra BTP e Bund che si è ampliato considerevolmente dall'escalation del conflitto con l'Iran, col risultato che il carry è ancora più appetibile. In Italia, dove è stato archiviato il referendum e il governo è stabile, la volatilità dovrebbe ridursi e gli spread dovrebbero stabilizzarsi. Si segnalano inoltre modeste preoccupazioni sul disavanzo dell'Italia rispetto agli altri partner della zona Euro.

Le **valute** rimangono un elemento portante delle nostre view multi-asset; in un'ottica di lungo periodo rimaniamo prudenti sul dollaro. Visti i movimenti recenti, siamo ora meno positivi sulla corona norvegese vs Euro. In questo contesto geopolitico incerto, la valuta rimane supportata dall'esposizione all'energia della Norvegia. Abbiamo poi spostato la nostra view positiva sull'euro vs USD a favore del dollaro australiano vs USD. Abbiamo infine ridotto tatticamente l'esposizione alle valute emergenti, attestandoci su livelli di neutralità.

## AUTORI

FRANCESCO SANDRINI

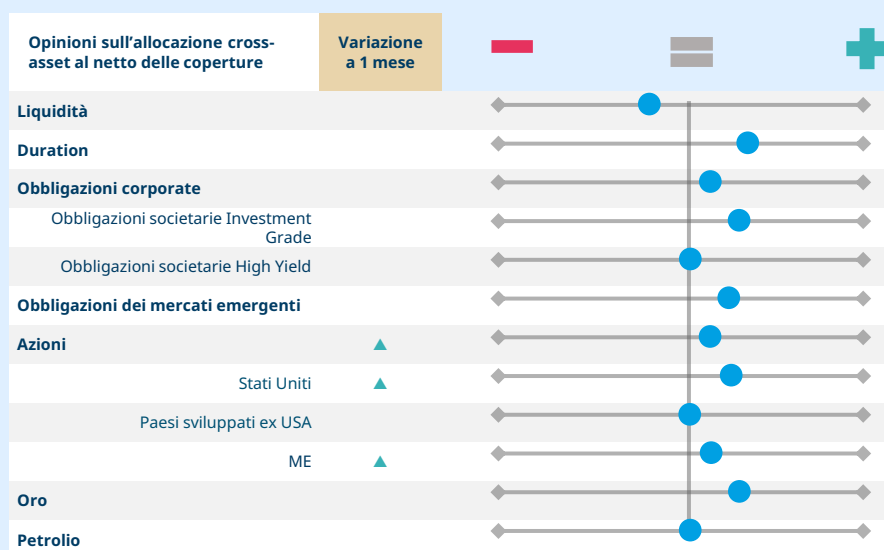
CIO ITALY &amp; GLOBAL HEAD OF MULTI-ASSET

JOHN O'TOOLE

GLOBAL HEAD - CIO SOLUTIONS

*“Manteniamo una separazione tra le convinzioni strategiche e i movimenti di breve periodo. Anche se siamo leggermente costruttivi sul rischio crediamo che l'incertezza geopolitica richieda ampie salvaguardie sul breve termine”.*

## View di investimento multi-asset di Amundi\*



▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente  
▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

Fonte: Amundi, dati al 16 aprile 2026. Variazioni a 1 mese La tabella rappresenta le principali convinzioni d'investimento (comprese le coperture) delle Piattaforme Multi-Asset. \*Le opinioni sono espresse rispetto a un'asset allocation di riferimento (avente come benchmark 45% azioni, 45% obbligazioni, 5% materie prime, 5% liquidità), con “=” che indica una posizione neutrale. I segni + e - potrebbero non dare i risultati attesi a causa dell'eventuale utilizzo di derivati nell'implementazione. Questa è una valutazione in un momento specifico e può essere soggetta a modifiche in qualsiasi momento. Queste informazioni non intendono essere una previsione dei risultati futuri, e gli investitori non dovrebbero utilizzarle come una ricerca, una consulenza agli investimenti o una raccomandazione relativa a particolari fondi o titoli. Queste informazioni sono fornite unicamente a scopo illustrativo e non rappresentano l'asset allocation presente, passata o futura di Amundi o il portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi.

# Le view di Amundi sulle diverse classi di attività

## View sui mercati azionari

Azioni Paesi sviluppati	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti						◆				
Titoli Growth USA				◆						
Titoli Value USA							◆			
Europa						◆				
Small e mid-cap							◆			
Giappone						◆				
Azioni Paesi emergenti	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
ME	▲						◆			
Paesi emergenti asiatici	▲						◆			
America Latina								◆		
Paesi emergenti EMEA								◆		
Mercati emergenti, Cina esclusa						◆				
Cina						◆				
India							◆			

## View sui mercati obbligazionari

Duration	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Stati Uniti	▲					◆				
Unione Europea							◆			
Regno Unito	▲							◆		
Giappone	▼				◆					
<b>Complessivo</b>							◆			
Obbligazioni corporate	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
US IG						◆				
US HY				◆						
EU IG								◆		
EU HY						◆				
<b>Complessivo</b>							◆			
Obbligazioni paesi emergenti	Variazione a 1 mese	---	---	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
Governativi Cina						◆				
Governativi India	▼						◆			
Debito sovrano ME in HC								◆		
Debito sovrano ME in LC								◆		
Debito Corporate in HC								◆		
<b>Complessivo</b>								◆		

## View sulle valute

FX	Variazione a 1 mese	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
USD						◆				
EUR					◆					
GBP					◆					
JPY							◆			
Valute ME*							◆			

Fonte: Riepilogo delle opinioni espresse dal comitato d'investimento globale durante l'ultima riunione e successivamente. Opinioni aggiornate al **16 aprile 2026**. La tabella riporta le valutazioni assolute per ogni asset class, espresse su una scala a 9 livelli, dove = corrisponde a una posizione neutrale. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere né una previsione di eventi futuri, né una garanzia di risultati futuri. Queste informazioni non dovrebbero essere utilizzate dal lettore come materiale di ricerca, consulenza in materia di investimenti o raccomandazione su fondi o titoli. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a modifiche. Queste informazioni non rappresentano l'attuale, passata o futura asset allocation o portafoglio di qualsiasi prodotto di Amundi. La tabella delle valute illustra le opinioni in materia espresse dal comitato d'GIC.\*\*\*Rappresenta una visione consolidata di più valute dei mercati emergenti

▼ Riviste al ribasso rispetto al mese precedente  
▲ Riviste al rialzo rispetto al mese precedente

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

**I contenuti di questa comunicazione hanno carattere puramente informativo.** I dati, le opinioni e le informazioni in essa contenute sono prodotti da Amundi sulla base di fonti considerate affidabili al momento della redazione. Amundi si riserva il diritto di modificare ed aggiornare la presente informativa in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori eventualmente citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non sono da intendere come una comunicazione di marketing, una raccomandazione di investimento, un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari o una proposta contrattuale, né come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non rispettano i requisiti di indipendenza imposti per la ricerca finanziaria e non sono sottoposte ad alcun divieto in ordine alla effettuazione di negoziazione prima della diffusione. Le informazioni fornite non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a servizi, strumenti e prodotti finanziari. Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita, diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute. **Investire comporta dei rischi.** Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione relativa al servizio, allo strumento e al prodotto finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. La presente comunicazione non è diretta a "US Person".

Data di primo utilizzo: 23 aprile 2026. DOC ID: 5425589

Documento prodotto da Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS con un capitale di €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Photo credit: Unya-MT @gettyimages